การกำหนดนโยบายเงินปันผลเพื่อเพิ่มมูลค่ากิจการ

Determination of Dividend Policy to Increase Firm Value

วันที่รับบทความ: 17/10/65
วันที่แก้ไขบทความ:
ครั้งที่ 1: 17/01/66
วันที่ตอบรับ: 24/01/66

โชษิตา เปสตันยี [*]
Chosita Pestonji [*]
ธนาภิญญ์ อัตตฤทธิ์ [**]
Thanapin Attarit [**]

บทคัดย่อ

การศึกษาเรื่องการกำหนดนโยบายเงินปันผลเพื่อเพิ่มมูลค่ากิจการ มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล และ 2) ศึกษานโยบายเงินปันผลที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ การศึกษาครั้งนี้เก็บรวบข้อมูลทุติยภูมิจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 474 ตัวอย่าง โดยทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณและวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นอย่างง่าย จากการวิเคราะห์ข้อมูล พบว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนใน

---

[*] ปร.ด. (การจัดการ) มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี (2562). ปัจจุบันเป็น อาจารย์ประจำ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน

[*] Ph.D. (Management), Suranaree University of Technology (2019). Currently as Lecturer in Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan.

[**] ปร.ด. (การบัญชี) มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี (2560). ปัจจุบันเป็น ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน

[**] Ph.D. (Accounting), Rajamangala University of Technology Thanyaburi (2017). Currently as Assistant Professor in Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกอบด้วย ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง โอกาสในการเติบโต และอัตราการก่อหนี้ โดยกิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง และโอกาสในการเติบโตสูงส่งผลให้มีการกำหนดนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง ในขณะที่ การมีความเสี่ยงต่ำและมีอัตราการก่อหนี้ต่ำส่งผลให้มีการกำหนดนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง นอกจากนี้ ผลการศึกษาพบว่า เมื่อกิจการมีการกำหนดนโยบายเงินปันผลที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงจะส่งผลให้กิจการมีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นตามไปด้วย

คำสำคัญ: นโยบายเงินปันผล การจ่ายเงินปันผล ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This study aimed to investigate determining dividend policy to increase firm value through: 1) studying factors affecting dividend policy and 2) studying dividend policy effect on a firm value. Secondary data from 474 companies listed on the Stock Exchange of Thailand. The hypothesis was subsequently tested with multiple regression analysis and simple linear regression analysis. The data analysis revealed that the factors determining dividend policy in companies listed on the Stock Exchange of Thailand consist of: profitability, firm risk, investment opportunity and financial leverage. Businesses with high profitability and high investment opportunity resulted in a policy that paid high dividends. Meanwhile, low risk and low financial leverage resulted in a policy that pays high dividends. In addition, the study found that when a company had a dividend policy that paid high dividends, it would result in higher firm value.

Keywords: Dividend Policy, Dividend Payment, The Stock Exchange of Thailand

บทนำ

เมื่อนักลงทุนซื้อหุ้นในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สิ่งที่ต้องการประการหนึ่งคือผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผล (Wahjudi, 2020) ทั้งนี้ นโยบายเงินปันผลเป็นการตัดสินใจของกิจการที่ต้องตัดสินใจในการจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่าย โดยการจ่ายเงินปันผลเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้นักลงทุนตัดสินใจลงทุนในกิจการ (Manneh & Naser, 2015) รวมทั้งแสดงถึงความมั่นคงและการเติบโตของกิจการ (Brealey & Myers, 2005) ซึ่งผู้บริหารจะต้องตัดสินใจภายใต้การสมดุลระหว่างการนำกำไรมาจ่ายเป็นผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้นในรูปแบบเงินปันผลหรือนำกำไรมาเป็นเงินลงทุนภายในกิจการต่อไป ทำให้นโยบายเงินปันผลมีผลต่อการเพิ่มมูลค่ากิจการผ่านการรับรู้ของนักลงทุน (Pandey, 2001)

อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลได้ให้ข้อสรุปที่แตกต่างกัน การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของกิจการจึงเป็นหนึ่งในข้อสงสัยทางวิชาการว่ากิจการควรมีการจ่ายเงินปันผลหรือไม่ และการจ่ายเงินปันผลนั้นจะสร้างมูลค่าให้กับกิจการหรือไม่ โดยทฤษฎีที่กล่าวถึงนโยบายเงินปันผลเริ่มจากทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของการจ่ายเงินปันผล (Dividend Irrelevance Theory) ซึ่งสนับสนุนว่า นโยบายเงินปันผลไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (Miller & Modigliani, 1961) ต่อมา Gordon (1963) และ Lintner (1962) สนับสนุนว่านโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ในขณะที่ Myers & Majluf (1984) สนับสนุนว่านโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ

สำหรับงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาถึงนโยบายเงินปันผลและมูลค่ากิจการได้ให้ข้อสรุปที่แตกต่างกัน ดังเช่นการศึกษาของ Fujianti et al. (2020) และ Dogan and Topal (2014) พบว่า นโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ Al-Sa'eed (2018) และ Lumapow and Tumiwa (2017) พบว่า นโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อีกทั้ง ยังมีการศึกษาที่ระบุว่านโยบายเงินปันผลไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (Sutomo & Budiharjo, 2019; Rehman, 2016)

นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อนโยบายเงินปันผลได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง โอกาสในการลงทุน และอัตราการก่อหนี้ ซึ่งจากการศึกษาในอดีตให้ข้อสรุปที่แตกต่างกัน ดังเช่นการศึกษาของ Hartono et al. (2021) พบว่า โอกาสในการลงทุนส่งผลกระทบเชิงลบต่อนโยบายเงินปันผล และ อัตราการก่อหนี้ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล ในขณะที่ การศึกษาของ Setiawan and Vivien (2021) พบว่า โอกาสในการลงทุนส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล และ อัตราการก่อหนี้ส่งผลกระทบเชิงลบต่อนโยบายเงินปันผล สำหรับการศึกษาของ Tinungki et al. (2022) พบว่า ความสามารถในการทำกำไรส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล ในทางกลับกัน การศึกษาของ Gusni (2017) พบว่า ความสามารถในการทำกำไรส่งผลกระทบเชิงลบต่อนโยบายเงินปันผล อีกทั้ง การศึกษาของ Banerjee (2017) พบว่า ความเสี่ยงส่งผลกระทบเชิงลบต่อนโยบายเงินปันผล อย่างไรก็ตาม Hartono et al. (2021) พบว่า ความเสี่ยงส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล

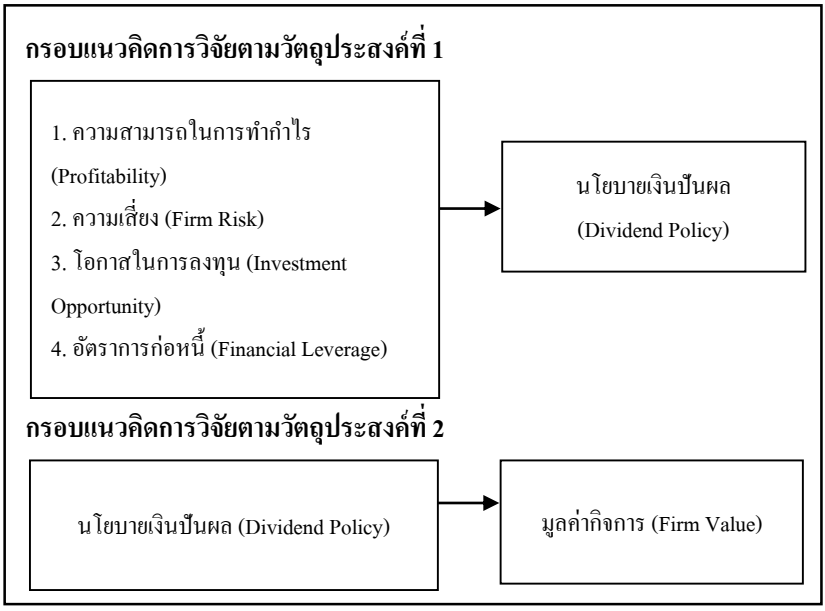
จากทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับนโยบายเงินปันผลและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลข้างต้นที่ให้ข้อสรุปที่ขัดแย้งกันนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงเกิดคำถามการวิจัยว่าในบริบทของประเทศไทยควรมีนโยบายเงินปันผลอย่างไรเพื่อเพิ่มมูลค่ากิจการ และควรมีสัดส่วนของความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง โอกาสในการลงทุน และอัตราการก่อหนี้ เป็นไปในทิศทางใดในการกำหนดแนวทางในการจ่ายเงินปันผลที่มีประสิทธิภาพแก่กิจการ การวิจัยครั้งนี้จึงต้องการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล และศึกษาถึงนโยบายเงินปันผลที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อได้หลักฐานเชิงประจักษ์ในบริบทของประเทศไทย และเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจต่อผู้บริหารและนักลงทุนในบริษัทจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล
2. เพื่อศึกษานโยบายเงินปันผลที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

กรอบแนวคิด

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง การศึกษาครั้งนี้ได้กำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

นโยบายเงินปันผลเป็นการตัดสินใจว่าจะนำกำไรที่ได้จากการดำเนินงานไปแบ่งให้กับผู้ลงทุน หรือนำกำไรกลับมาลงทุนใหม่ในการดำเนินงานรอบต่อไปเพื่อสร้างผลกำไรที่เพิ่มขึ้น นโยบายเงินปันผลจึงเกี่ยวข้องกับสองฝ่ายที่มีผลประโยชน์ต่างกัน คือ ผู้ถือหุ้นและผู้บริหารของกิจการ (Wahjudi, 2020) ทำให้กิจการต้องสร้างสมดุลระหว่างการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบันให้กับผู้ถือหุ้น และการเพิ่มทุนจากแหล่งเงินทุนภายในเพื่อโอกาสในการเติบโตของกิจการ (Meissner & Brigham, 2001) โดยนโยบายเงินปันผลบ่งบอกถึงความแน่นอนของผลตอบแทนจากการลงทุนของนักลงทุน อัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงจะช่วยดึงดูดความสนใจของนักลงทุนให้มาลงทุนในกิจการ (Hartono & Matusin, 2020) ทั้งนี้การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลประกอบการทางการเงินเสมอไป การตัดสินใจของผู้บริหารเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลถูกกำหนดด้วยปัจจัยอื่นๆเช่น ความเสี่ยงของนักลงทุน การจัดหาเงินทุน รวมทั้งโอกาสในการลงทุน ดังนั้น นโยบายเงินปันผลจึงเป็นเป้าหมายของกิจการที่ต้องดำเนินไปอย่างต่อเนื่อง (Franc-Dabrowska et al., 2020)

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลได้เริ่มขึ้นในปี ค.ศ.1961 คือ ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของการจ่ายเงินปันผล (Dividend Irrelevance Theory) ซึ่งนำเสนอโดย Miller and Modigliani ให้ข้อสรุปว่านโยบายเงินปันผลไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ โดยการเพิ่มมูลค่ากิจการขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ ต่อมา Gordon (1963) และ Lintner (1962) ได้นำเสนอทฤษฎีลูกนกในกำมือ (The Bird in Hand Theory) โดยให้ข้อสรุปว่า นโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจาก นักลงทุนมีความพึงพอใจจากการได้รับเงินปันผลมากกว่าการได้กำไรจากการขายหุ้น เพราะเงินปันผลมีความแน่นอนมากกว่ากำไรที่ได้รับจากการขายหุ้นเมื่อกิจการมีการจ่ายเงินปันผลสูงจึงเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกให้กับนักลงทุนและเพิ่มมูลค่ากิจการในที่สุด ในขณะที่ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่นำเสนอโดย Myers and Majluf (1984) ให้ข้อสรุปว่า นโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากกิจการจะเลือกใช้กำไรสะสมเป็นแหล่ง

เงินทุนลำดับแรกเพื่อนำไปลงทุนให้กิจกรรมต่างๆเพื่อสร้างมูลค่าให้กิจการจากการต้องนำกำไรไปใช้ในการลงทุนจึงทำให้มีนโยบายเงินปันผลโดยการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ส่งผลต่อนโยบายเงินปันผล

การตัดสินใจกำหนดนโยบายเงินปันผลเงินปันผลนั้น ความสามารถในการทำกำไรเป็นส่วนสำคัญ เนื่องจากการที่กิจการสร้างผลกำไรได้ในปริมาณมากจะทำให้มีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลได้สูง อย่างไรก็ตาม ได้มีการถกเถียงกันอย่างต่อเนื่องเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลว่าความสามารถในการทำกำไรไม่ใช่ปัจจัยเดียวที่ส่งผลต่อการกำหนดนโยบายเงินปันผล แต่มีปัจจัยอื่น ๆ ที่มีอิทธิพลต่อนโยบายเงินปันผลด้วย (Maladjian & Khoury, 2014) การกำหนดนโยบายเงินปันผลยังถูกกำหนดด้วยปัจจัยอื่น ๆ เช่น ความเสี่ยงของนักลงทุน โอกาสในการลงทุน อัตราการก่อหนี้ (Franc-Dabrowska et al., 2020) ซึ่งการศึกษาในอดีตให้ข้อสรุปที่แตกต่างกันในทิศทางความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล

ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) เป็นส่วนหนึ่งของการจ่ายเงินปันผลเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน โดยแนวคิดทางด้านการเงินสนับสนุนว่า กิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะสามารถสำรองกระแสเงินสดอิสระได้มากขึ้น ซึ่งเป็นผลให้มีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น (Danila, 2020) โดยผลการศึกษาของ Tinungki et al. (2022), Setiawan and Vivien (2021), Franc-Dabrowska et al. (2020), Le et al. (2019) และ Bostanci et al. (2018) ให้ข้อสรุปว่า เมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงจะส่งผลให้มีนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงตามไปด้วย ในขณะที่ การศึกษาของ Wahjudi (2020), Banerjee (2017), Gusni (2017) และ Kuzucu (2015) ระบุว่า กิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะส่งผลให้มีนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลให้อัตราที่ต่ำ นอกจากนี้ ยังมีผลการศึกษาที่ให้ข้อสรุปว่าความสามารถในการทำกำไรไม่ส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล (Hartono et al., 2021; Dewasiri et al., 2019; Octaviana & Yulianto, 2019)

ความเสี่ยง (Firm Risk) คือ ความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้นของนักลงทุน เช่น การลดลงของราคาหุ้น เมื่อกิจการมีนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในปริมาณสูง จะช่วยรองรับความเสี่ยงของนักลงทุนจากการขึ้นและลงของราคาหุ้นที่ผันผวน โดยความเสี่ยงของนักลงทุนที่มีต่อหลักทรัพย์วัดจากอัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิ (Price to Earnings Ratio) (Hartono et al., 2021) โดยอัตราส่วนที่สูงจะแสดงถึงระดับความเสี่ยงที่ต่ำ สำหรับการศึกษาในอดีต Hartono et al. (2021) และ Kuzucu (2015) พบว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งหมายความว่ากิจการที่มีความเสี่ยงต่ำจะมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาดังกล่าวขัดแย้งกับการศึกษาของ Banerjee (2017) ที่พบว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิส่งผลกระทบเชิงลบต่อนโยบายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ การศึกษาของ Hartono and Matusin (2020) และ Echchabi and Azouzi (2016) พบว่า ความเสี่ยงไม่ส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล

โอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity) แสดงให้เห็นถึงโอกาสการเติบโตของกิจการในการลงทุนเพื่อสร้างผลกำไรในอนาคต (Hartono et al., 2021) ซึ่งตามแนวคิดทางการเงินนั้นถ้ากิจการมีโอกาสในการลงทุนสูงจะส่งผลให้จ่ายเงินปันผลต่ำ เนื่องจากต้องใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในเพื่อเป็นเงินทุนสำหรับการลงทุน (Sharma & Bakshi, 2019) ซึ่งโอกาสในการลงทุนวัดโดยอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น(Market Price to Book Value Ratio) (Tinungki et al. 2022) โดยการศึกษาในอดีตของ Hartono et al. (2021) และ Dewasiri et al. (2019) พบว่า โอกาสในการลงทุนส่งผลกระทบเชิงลบต่อนโยบายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่การศึกษาของ Setiawan and Vivien (2021) พบว่า โอกาสในการลงทุนส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ ยังมีการศึกษาที่พบว่า โอกาสในการลงทุนไม่ส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล (Lestari, 2018)

อัตราการก่อหนี้ (Financial Leverage) เป็นหนึ่งในการลงทุนของกิจการเพื่อสร้างผลตอบแทน ซึ่งต้นทุนจากการก่อหนี้เป็นภาระทางการเงินในอนาคตของกิจการ โดยแนวคิด

ทางด้านการเงินระบุว่า การก่อหนี้ในปริมาณสูงจะทำให้กิจการต้องรักษาระดับของกระแสเงินสดเพื่อรองรับการจ่ายชำระหนี้และดอกเบี้ย ทำให้กิจการจำเป็นต้องลดการจ่ายเงินปันผล (Von Eije & Megginson, 2008) โดยการศึกษาของ Setiawan and Vivien (2021), Octaviana and Yulianto (2019), Gusni (2017) และ Yusof and Ismail (2016) สนับสนุนว่า เมื่อกิจการมีอัตราการก่อหนี้ในปริมาณสูงจะส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ ในขณะที่การศึกษาของ Tinungki et al. (2022) สนับสนุนว่า อัตราการก่อหนี้ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากการก่อหนี้ในอัตราที่สูงแสดงถึงการลงทุนในปริมาณสูงซึ่งมีแนวโน้มที่จะได้รับผลตอบแทนกลับมายังกิจการเพิ่มขึ้น ส่งผลให้กิจการมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง นอกจากนี้ มีการศึกษาที่พบว่า อัตราการก่อหนี้ไม่ส่งผลต่อนโยบายเงินปันผล (Dewasiri et al., 2019; Singla & Samanta, 2018)

จากผลการศึกษาในอดีตที่ให้ข้อสรุปที่แตกต่างกันในปัจจัยที่ส่งผลต่อนโยบายเงินปันผล ทำให้การศึกษาครั้งนี้ได้ศึกษาในบริบทของประเทศไทยและเป็นที่มาของสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ความสามารถในการทำกำไรส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 2 อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 3 โอกาสในการลงทุนส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 4 อัตราการก่อหนี้ส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับนโยบายเงินปันผลที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

จากที่กล่าวมาข้างต้นซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลให้แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการในทิศทางที่แตกต่างกัน นอกจากนี้ จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับนโยบายเงินปันผลที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการได้พบงานวิจัยในอดีตที่ให้ข้อค้นพบที่แตกต่างกันอีกด้วย ในการศึกษาของ Ramirez and Ferrer (2021), Fujianti et al. (2020) และ Putri and Rachmawati (2017) พบว่า นโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีลูกนกในกำมือที่ระบุว่า นักลงทุนมีความพึงพอใจจากการได้รับเงินปันผลมากกว่าการได้

กำไรจากการขายหุ้น ดังนั้น เมื่อกิจการจ่ายเงินปันผลสูงจึงทำให้มูลค่ากิจการสูงตามไปด้วย (Gordon, 1963; Lintner, 1962)

ในขณะที่ การศึกษาของ Nguyen et al. (2021), Al-Sa'eed (2018) และ Lumapow and Tumiwa (2017) พบว่า นโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นที่ระบุว่า กิจการจะใช้แหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) เป็นลำดับแรกในการเพิ่มทุนจึงทำให้มีนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำเพราะต้องนำผลกำไรไปใช้ในการลงทุนในรอบถัดไป โดยนำเงินไปลงทุนในกิจกรรมต่างๆ เพื่อให้ได้ผลตอบแทนในอนาคตและเพิ่มมูลค่ากิจการในที่สุด (Myers & Majluf, 1984) นอกจากนี้ ยังมีการศึกษาที่พบว่า นโยบายเงินปันผลไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของการจ่ายเงินปันผล ที่ระบุว่าไม่ว่ากิจการจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่จ่ายเงินปันผลจะไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (Miller & Modigliani, 1961) ทั้งนี้ ในการศึกษาของ Hansda et al. (2020), Sutomo and Budiharjo (2019) และ Setiyawati et al. (2017) พบว่า นโยบายเงินปันผลไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

จากทฤษฎีด้านเงินปันผลที่สนับสนุนทิศทางความสัมพันธ์ที่แตกต่างกันระหว่างนโยบายเงินปันผลและมูลค่ากิจการ ประกอบกับผลการศึกษาในอดีตที่ให้ข้อสรุปที่แตกต่างกัน ทำให้การศึกษาครั้งนี้ได้ศึกษาในบริบทของประเทศไทยว่านโยบายเงินปันผลจะส่งผลกระทบอย่างไรต่อมูลค่ากิจการ จึงเป็นที่มาของสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 5 นโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

ระเบียบวิธีการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ประชากรในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีจำนวน 666 บริษัท ข้อมูล ณ วันที่ 1 มิถุนายน 2565 (The Stock Exchange of Thailand, 2022) การศึกษาครั้งนี้จะไม่นำกิจการที่เข้ามาวิเคราะห์ คือ 1) กิจการที่เข้าข่ายการถูกเพิกถอน และอยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ 2) กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และหมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนใน

อสังหาริมทรัพย์ เนื่องจาก จะต้องอยู่ในการควบคุมของธนาคารกลาง (Tinungki et al., 2022; Mansoori & Muhammad, 2012) และ 3) กิจการที่เข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลังวันที่ 1 มกราคม พ.ศ.2562 เนื่องจาก การศึกษาครั้งนี้เก็บรวมรวมข้อมูลทางการเงินในช่วง พ.ศ. 2562-2564 หลังจากตัดประชากรตามเงื่อนไขข้างต้น ทำให้การศึกษาครั้งนี้เก็บรวมรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 474 กิจการ ตัวแปรในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วยตัวแปรปัจจัยที่ส่งผลต่อเงินปันผล ตัวแปรนโยบายเงินปันผล และตัวแปรมูลค่ากิจการ แสดงการคำนวณ ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variables	Calculation	Reference
1. Factors that affects dividend policy		
1.1 Profitability (PF) - ความสามารถในการทำกำไร	Earnings Per Share	Hartono and Matusin, (2020), Lestari (2018), Yusof and Ismail (2016)
1.2 Firm Risk (FR) - ความเสี่ยง	Price to Earning	Hartono et al. (2021), Banerjee (2017), Kuzucu (2015)
1.3 Investment Opportunity (IO) –โอกาสในการลงทุน	Price to Book Value	Tinungki et al. (2022), Setiawan and Vivien (2021), Singla and Samanta (2018)
1.4 Financial Leverage (FL) - อัตราการก่อหนี้	Debt to Equity	Tinungki et al. (2022), Setiawan and Vivien (2021), Hartono and Matusin, (2020)
2. Dividend Policy (DP) - นโยบายเงินปันผล	Dividend to Net Income	Hartono et al. (2021), Hartono and Matusin (2020), Le et al. (2019)
3. Firm Value (FV) – มูลค่ากิจการ	Market Capitalization to Total Asset	Nguyen et al. (2021), Ramirez and Ferrer (2021), Dogan and Topal (2014)

การวิเคราะห์ข้อมูลของการศึกษาครั้งนี้ ประกอบด้วย

1. การวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ โดยทำการทดสอบการแจงแจกของข้อมูล ด้วยการวัดค่าความเบ้ (Skewness) โดยต้องมีค่าไม่เกิน ±3 และความโด่ง (Kurtosis) โดยต้องมีค่าไม่เกิน ±10 เพื่อทดสอบการแจกแจงแบบโค้งปกติ (Normal Curve) (Kline,2015) นอกจากนี้จะทำการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระเพื่อตรวจสอบว่าเกิดภาวะที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูงเกินไป (Multicollinearity) หรือไม่ โดยตรวจสอบจากค่า VIF (Variance Inflation Factor) ซึ่งต้องมีค่าไม่เกิน 5.00 จึงจะไม่มีความสัมพันธ์กันเองสูงเกินไป (Hair et al., 2010)

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานตามวัตถุประสงค์ที่ตั้งไว้ด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression) และวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นอย่างง่าย (Simple Linear Regression)

ผลการศึกษา

การวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ แสดงดังตารางที่ 2 และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานเพื่อตอบวัตถุประสงค์ของการศึกษาครั้งนี้ และทดสอบสมมติฐานในการศึกษาครั้งนี้ แสดงดังตารางที่ 3 และ ตารางที่ 4

ตารางที่ 2 ทดสอบการแจกแจงของข้อมูล

	Mean	**Skewness**	**Kurtosis**	**Tolerance**	**VIF**
Profitability	0.89	-0.205	0.709	0.958	1.044
Firm Risk	23.72	-0.449	0.099	0.814	1.228
Investment	2.10	0.662	0.604	0.823	1.215
Financial Leverage	1.24	-0.219	-0.133	0.926	1.079
Dividend Policy	43.28	-0.745	-1.061	-	-
Firm Value	1.02	0.263	0.091	-	-

จากตารางที่ 2 พบว่า ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ มีค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้อยู่ระหว่าง -0.745 ถึง 0.662 ซึ่งมีค่าไม่เกิน ±3 และมีค่าสัมประสิทธิ์ความโด่งอยู่ระหว่าง -1.061 ถึง 0.709 ซึ่งมีค่าไม่เกิน ±10 ดังนั้น ข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้มีการแจกแจงแบบโค้งปกติ (Kline, 2015) อีกทั้ง ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระทุกตัวอยู่ระหว่าง 1.044-1.228 ซึ่งมีค่าไม่เกิน 5.00 จึงไม่มีความสัมพันธ์กันเองสูงเกินไปและสามารถทำการทดสอบสมมติฐานต่อไปได้ (Hair et al., 2010)

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล

Variables	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p-value
	B	Std. Error	β		
(Constant)	0.682	0.076		8.979	0.000**
Profitability	0.165	0.057	0.125	2.913	0.004**
Firm Risk	0.488	0.069	0.330	7.114	0.000**
Investment Opportunity	0.221	0.104	0.098	2.130	0.034*
Financial Leverage	-0.242	0.075	-0.141	-3.234	0.001**
$R^2 = 0.177$, Adj $R^2 = 0.170$					

* = ระดับนัยสำคัญ 0.05, ** = ระดับนัยสำคัญ 0.01

จากวัตถุประสงค์ที่ 1 เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อนโยบายเงินปันผล ได้แสดงผลการวิเคราะห์ดังตารางที่ 3 พบว่า ความสามารถในการทำกำไรส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ซึ่งยอมรับสมมติฐานที่ 1 และอัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ซึ่งยอมรับสมมติฐานที่ 2 อีกทั้ง โอกาสในการลงทุนส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งยอมรับสมมติฐานที่ 3 ในขณะที่อัตรา

การก่อหนี้ส่งผลกระทบเชิงลบต่อนโยบายเงินปันผล ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ซึ่งยอมรับสมมติฐานที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์นโยบายเงินปันผลที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

Variables	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p-value
	B	Std. Error	β		
(Constant)	0.767	0.111		6.926	0.000**
Dividend Policy	0.209	0.076	0.126	2.767	0.006**
$R^2 = 0.177$, Adj $R^2 = 0.170$					

* = ระดับนัยสำคัญ 0.05, ** = ระดับนัยสำคัญ 0.01

จากวัตถุประสงค์ที่ 2 เพื่อศึกษานโยบายเงินปันผลที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ได้แสดงผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4 พบว่า นโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ซึ่งยอมรับสมมติฐานที่ 5

อภิปรายผลการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้แบ่งผลการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วน คือ 1) การวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อนโยบายเงินปันผล และ 2) การวิเคราะห์นโยบายเงินปันผลที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ในส่วนของการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลต่อนโยบายเงินปันผล ผลการศึกษาให้ข้อสรุปว่า เมื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้นจะทำให้มีนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดด้านความสามารถในการทำกำไรที่กล่าวไว้ว่า กิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง จะสามารถสำรองกระแสเงินสดอิสระได้มากขึ้นซึ่งเป็นผลให้มีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น และนักลงทุนจะคาดหวังให้ผู้บริหารจ่ายเงิน

ปันผลเพิ่มเมื่อกิจการสามารถทำกำไรได้เพิ่ม (Danila, 2020) นอกจากนี้ ผลการศึกษาในครั้งนี้สอดคล้องกับการศึกษาในอดีตของ Tinungki et al. (2022) Setiawan and Vivien (2021) Franc-Dabrowska et al. (2020) Le et al. (2019) และ Bostanci et al. (2018) ที่พบว่า ความสามารถในการทำกำไรส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ปัจจัยด้านความเสี่ยง ผลการวิเคราะห์ให้ข้อสรุปว่า ความเสี่ยงที่ต่ำจะส่งผลให้กิจการมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดความเสี่ยงของนักลงทุนที่กล่าวไว้ว่า เมื่อกิจการมีนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในปริมาณสูง จะช่วยรองรับความเสี่ยงของนักลงทุนจากการขึ้นและลงของราคาหุ้นที่ผันผวน (Hartono et al., 2021) และสอดคล้องกับการศึกษาในอดีตของ Hartono et al. (2021) และ Kuzucu (2015) ที่พบว่า อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ปัจจัยด้านโอกาสในการลงทุน ผลการวิเคราะห์ให้ข้อสรุปว่า เมื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีโอกาสในการลงทุนสูงจะส่งผลให้มีนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลสูงตามไปด้วย อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาครั้งนี้ขัดแย้งกับแนวคิดทางการเงินที่ระบุว่า ถ้ากิจการมีโอกาสในการลงทุนสูงจะส่งผลให้จ่ายเงินปันผลต่ำ เนื่องจาก จะต้องใช้เงินทุนจากภายในเพื่อเป็นเงินทุนสำหรับการลงทุน กิจการจึงลดอัตราการจ่ายเงินปันผล ดังนั้น โอกาสในการลงทุนจึงส่งผลกระทบเชิงลบต่อนโยบายเงินปันผล (Sharma & Bakshi, 2019; Grinstein & Michaely, 2005) อีกทั้งผลการศึกษาครั้งนี้ขัดแย้งกับการศึกษาในอดีตของ Hartono et al. (2021) ที่พบว่า โอกาสในการลงทุนส่งผลกระทบเชิงลบต่อนโยบายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ ผลการศึกษาครั้งนี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Setiawan and Vivien (2021) พบว่า โอกาสในการลงทุนส่งผลกระทบเชิงบวกต่อนโยบายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจาก โอกาสในการลงทุนที่เพิ่มขึ้นเป็นการส่งสัญญาณถึงแนวโน้มการเติบโตที่เพิ่มขึ้นและกิจการจะได้รับกระแสเงินสดรับในอนาคต ทำให้มีการเพิ่มขึ้นของการจ่ายเงินปันผล

สำหรับปัจจัยอัตราการก่อหนี้ ผลการวิเคราะห์ให้ข้อสรุปว่า กิจการที่มีอัตราการก่อหนี้สูงจะส่งผลให้มีนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดด้านการเงินที่กล่าวไว้ว่า การก่อหนี้ในปริมาณสูงจะทำให้กิจการจำเป็นต้องรักษาระดับของกระแสเงินสดเพื่อรองรับการจ่ายชำระหนี้และดอกเบี้ย ทำให้กิจการจำเป็นต้องลดอัตราการจ่ายเงินปันผล โดยกิจการที่มีอัตราการก่อหนี้สูงจะส่งผลให้มีนโยบายเงินปันผลที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ (Von Eije & Megginson, 2008; Gugler & Yurtoglu, 2003) นอกจากนี้ การศึกษาครั้งนี้ได้สอดคล้องกับการศึกษาในอดีตของ Setiawan and Vivien (2021), Octaviana and Yulianto (2019), Yusof and Ismail (2016) และ Gusni (2017) ที่พบว่าอัตราการก่อหนี้ส่งผลกระทบเชิงลบต่อนโยบายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ในส่วนของการวิเคราะห์นโยบายเงินปันผลที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ผลการศึกษาครั้งนี้พบว่า เมื่อกิจการมีนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงจะนำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในอดีตของ Ramirez and Ferrer (2021), Fujianti et al. (2020) และ Putri and Rachmawati (2017) ที่พบว่า นโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น เมื่อกิจการมีนโยบายเงินปันผลโดยมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงจะส่งผลให้เกิดมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นด้วย นอกจากนี้ ผลการศึกษาครั้งนี้สอดคล้องกับทฤษฎีลูกนกในกำมือที่นำเสนอโดย Gordon (1963) และ Lintner (1962) โดยทฤษฎีลูกนกในกำมือสนับสนุนว่านโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจาก นักลงทุนมีความพึงพอใจจากการได้รับผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผลมากกว่าการได้กำไรจากการขายหุ้น เพราะเงินปันผลเป็นผลตอบแทนที่มีความแน่นอนว่าจะได้รับมากกว่ากำไรที่ได้รับจากการขายหุ้น โดยผลตอบแทนที่ได้จากการขายหุ้นอาจจะได้กำไรหรืออาจจะขาดทุนก็ได้ ทฤษฎีนี้ได้เปรียบเทียบว่าเงินปันผลคือนกที่อยู่ในกำมือ ย่อมมีความแน่นอนในการได้รับผลตอบแทน

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในการนำไปประยุกต์ใช้

การศึกษาในครั้งนี้ทำการศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้โดยการจ่ายเงินปันผล หากกิจการมีนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงจะทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นตามไปด้วย นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถกำหนดนโยบายเงินปันผลจากความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง โอกาสในการลงทุน และอัตราการก่อหนี้ ทั้งนี้ หากกิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงและมีโอกาสในการลงทุนสูงจะทำให้มีนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง และหากกิจการมีความเสี่ยงต่ำและอัตราการก่อหนี้ต่ำจะทำให้มีนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง

ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งถัดไป

ในการวิจัยครั้งต่อไป นักวิจัยสามารถศึกษาถึงนโยบายเงินปันผลในประเด็นเพิ่มเติม ดังนี้

1) การวิจัยครั้งต่อไปสามารถพิจารณาตัวแปรอิสระตัวแปรอื่น ๆ เช่น ตัวแปรทางด้านเศรษฐกิจ ตัวแปรทางด้านการกำกับดูแลกิจการ หรือพิจารณาตัวแปรตามตัวแปรอื่นๆ เช่น ตัวแปรทางด้านทัศนคติของนักลงทุน ตัวแปรทางด้านความต้องการซื้อของนักลงทุน

2) การวิจัยครั้งต่อไปสามารถนำกรอบแนวคิดของการวิจัยครั้งนี้ไปศึกษาในวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมหรือในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

References

Al-Sa'eed, M. A. A. (2018). The impact of ownership structure and dividends on firm's performance: Evidence from manufacturing companies listed on the Amman stock exchange. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 12(3), 107-126.

Banerjee, S. (2017). Determinants of dividend policy of listed information technology companies in India. *SCMS Journal of Indian Management*, 54-62.

Bostanci, F., Kadioglu, E. & Sayilgan, G. (2018). Determinants of dividend payout decisions: A dynamic panel data analysis of Turkish stock market. *International Journal of Financial Studies*, 6(4), 93-119.

Brealey R. & Myers, S. (2005). *Principles of corporate finance.* 8th. London: McGraw-Hill.

Danila, N. (2020). Growth opportunities, capital structure and dividend policy in an emerging market: Indonesia case study. *Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(10), 1-8.

Dewasiri, N.J., Koralalage, W.B.Y., Azeez, A.A., Jayarathne, P.G.S.A., Kuruppuarachchi, D. & Weerasinghe,

V.A. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413-429.

Dogan, M. & Topal, Y. (2014). The influence of dividend payments on company performance: The case of Istanbul stock exchange (BIST). *European Journal of Business and Management*, 6(3), 189-197.

Echchabi, A. & Azouzi, D. (2016). Determinants of dividend payout ratios in Tunusia: Insights in light of the jasmine revolution. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 2/1, 1-13.

Fujianti, L., Hubbansyah, A. K., Siswono, S. & Sinaga, L. (2020). The effect of managerial ownership, dividend policy and debt on firm value: the Indonesia stock exchange cases. *INQUISITIVE*, 1(1), 40-54.

Franc-Dąbrowska, J., Mądra-Sawicka, M., & Ulrichs, M. (2020). Determinants of dividend payout decisions – the case of publicly quoted food industry enterprises operating in emerging markets. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 33(1), 1108-1129.

Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 18(2), 264-272.

Grinstein Y, & Michaely R. (2005). Institutional Holdings and Payout Policy. *Journal of Finance*, 60, 1389-1426.

Gugler, K. & Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731-758.

Gusni. (2017). The determinants of dividend policy: A study of financial industry in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 21(4), 562-574.

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis*. New Jersey: Pearson.

Hansda, S., Sinha, A. & Bandopadhyay, K. (2020). Impact of dividend policy on firm value with special reference to financial crisis. *SIT Journal of Management*, 10(2), 158-175

Hartono, P. G., Sari, W. R., Tinungki, G. M., Jakaria & Hartono, A. B. (2021). The determinants of dividend policy: an empirical study of inconsistent distribution of dividends using balanced panel data analysis. *Media Ekonomi dan Manajemen*, 36(2), 89-106.

Hartono, P. G., & Matusin, A. R. (2020). The determinants of dividend policy on real estate, property, and building construction companies listed in IDX using unbalanced panel data approach. *The International Journal of Applied Business*, 4(2), 139–156.

Kline, R. B. (2015). *Principles and practice of Structural Equation Modeling*. 4th. New York: Guilford publications.

Kuzucu, N. (2015). Determinants of dividend policy: A panel data analysis for Turkish listed firms. *International Journal of Business and Management*, 10(11), 149-160.

Le, T. T. H., Nguyen, X. H. & Tran, M. D. (2019). Determinants of dividend payout policy in emerging markets: evidence from the ASEAN region. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 531-546

Lestari, H. S. (2018). *Determinants of corporate dividend policy in Indonesia*. IOP Conference Series: Earth and Environmental Science, 106, 1-6.

Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and supply of capital to corporation. *Review of Economics and Statistics*, 44, 243-269.

Lumapow, L. S. & Tumiwa, R. A. F. (2017). The effect of dividend policy, firm size, and productivity to the firm value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(22), 20-24.

Maladjian, C. & Khoury, R. (2014). Determinants of the dividend policy: An empirical study on the Lebanese listed banks. *International Journal of Economics and Finance*, 6(4), 240-256.

Manneh, M. A. & Naser, K. (2015). Determinants of corporate dividends policy: Evidence from an emerging economy. *International Journal of Economics and Finance*, 7(7), 229-239.

Mansoori, E., & Muhammad, J. (2012). The effect of working capital management and firm's profitability: Evidence from Singapore. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business,* 4(5), 472-486.

Meissner, C. A. & Brigham, J. C. (2001). A meta-analysis of the verbal overshadowing effect in face identification. *Applied Cognitive Psychology: The Official Journal of the Society for Applied Research in Memory and Cognition*, 15(6), 603-616.

Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34, 411-433.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Nguyen, A. H., Pham, C. D., Doan, A. T., Ta, T. T., Nguyen, H. T. & Truong, T. V. (2021). The effect of dividend payment on firm's financial performance: An empirical study of Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 14, 353.

Octaviana, O. & Yulianto, A. (2019). Determinants of dividend payout of Indonesian companies. *Management Analysis Journal*, 8(3), 321-329.

Pandey, I. M. (2001). *Corporate dividend policy and behaviour: The Malaysian experience*. (IIMA Working Paper No. 2001-11-01). Ahmedabad, India: Indian Institute of Management Ahmedabad (IIMA). Retrieved May 10, 2022, from http://www.iima.ac.in/assets/snippets/ workingpaperpdf/2001-11-01impandey.pdf

Putri, V. R. & Rachmawati, A. (2017). The effect of profitability, dividend policy, debt policy, and firm age on firm value in the non-bank financial industry. *Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika*, 10(1), 14-21.

Ramirez, F. S. & Ferrer, R. C. (2021). The mediating role of dividend policy on the impact of capital structure and corporate governance mechanisms on firm value among publicly listed companies in the Philippines. *DLSU Business & Economics Review*, 31(1), 95-111.

Rehman, O. U. (2016). Impact of capital structure and dividend policy on firm value. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 21, 40-57.

Setiawan, C. & Vivien, V. (2021). Determinants of dividend policy: An empirical study of consumer goods firms in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(6), 71-77.

Setiyawati, L., Wahyudi, S. & Mawardi, W. (2017). The influence of dividend policy, debt policy, independent commissioner, and institutional ownership on the firm value with growth opportunities as moderator variables. *Jurnal Bisnis STRATEGI*, 26(2), 146-162.

Singla, H. K. & Samanta, P. K. (2018). Determinants of dividend payout of construction companies: A panel data analysis. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 24, 19-38.

Sharma, R. K. & Bakshi, A. (2019). An evident prescience of determinants of dividend policy of Indian real estate companies: An empirical analysis using co-integration regression and generalised method of moments. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 24(3), 358-384.

Sutomo, H. & Budiharjo, R. (2019). The effect of dividend policy and return on equity on firm value. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 9(3), 211-220.

Tinungki, G. M., Robiyanto, R., & Hartono, P. G. (2022). The effect of COVID-19 pandemic on corporate dividend policy in Indonesia: The static and dynamic panel data approaches. *Economies*, 10(11), 1-18.

The Stock Exchange of Thailand. (2022). *Sector Quotation*. Retrieved June 1, 2022, from https://classic.set.or.th/mkt/sectorquotation.do?market=SET&sector=INDUS&language=th&country=TH.

Von Eije, H., & Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89(2), 347-374.

Wahjudi, E. (2020). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39, 4-17.

Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88–99.